

DE NUEVO SOBRE EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE DE ACCIONES EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

José María de la Cuesta Rute

Catedrático emérito de Derecho Mercantil UCM

SUMARIO: 1. Introducción.- 2. El presupuesto originario del derecho de suscripción preferente.- 3. La diferenciación respecto del derecho de suscripción preferente por el carácter de sociedad cotizada.-4. El derecho de suscripción preferente, ¿derecho esencial y mínimo del accionista?.-5. Colofón.

1. Introducción.

Pocas palabras son necesarias para exponer el significado del derecho de los socios de una sociedad anónima a suscribir con preferencia a terceros las nuevas acciones que se emitan o pongan en circulación con ocasión de una ampliación de capital de la sociedad. Mediante ese derecho, que los socios pueden ejercer o no según su voluntad, tienen la oportunidad de mantener su porción relativa de interés en el conjunto de la sociedad tanto por lo que se refiere a la vertiente económica como a la político-administrativa. Digamos ya desde ahora que el derecho no tiene como finalidad impedir que entren en la sociedad nuevos socios.

Mantener después del aumento de capital la proporcionalidad del interés económico que el socio tenía en la sociedad antes de la ampliación no se consigue tan sólo mediante el reconocimiento del derecho de suscripción preferente, sino que a éste se añaden la prima de emisión, que se integra en el valor que ha de aportarse por cada acción nueva, y el hecho de documentar aquel derecho (*derechos* en la jerga bursátil) de tal modo que resulta fácilmente transmisible mediante el pago de un precio al antiguo accionista que no desee ejercerlo; el precio viene determinado por la relación entre el valor real de las acciones viejas y el desembolso que ha de efectuarse para suscribir las nuevas que se emitan. De modo que si el socio decide no suscribir las acciones que le corresponden, puede no obstante realizar un valor tendencialmente idéntico al del decremento de las acciones viejas o antiguas que posea.

Desde este punto de vista, el derecho de suscripción preferente de acciones constituye un escudo protector contra la dilución del valor que las acciones viejas sufren como consecuencia de la emisión de las nuevas, ya que las reservas *lato sensu* que la sociedad pueda tener en el momento de la ampliación del capital, y que se han formado a expensas de los socios antiguos, habrán de dividirse entre todas las acciones después de

la ampliación. Puede afirmarse por consiguiente que el derecho de suscripción preferente es perfectamente consistente con la teoría de los *property rights*.¹

En nuestro Ordenamiento, ya desde la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, se reconoce el derecho de suscripción preferente como uno de los que integran necesariamente el contenido mínimo de toda posición de socio. Así se mantiene hasta la fecha en que las sociedades anónimas han venido a regirse sustancialmente por la Ley de Sociedades de Capital, cuyo Texto Refundido es de 2 de julio de 2010 y ha entrado en vigor el 1º de septiembre de este mismo año. El derecho español coincide en este punto con el de otros estados europeos así como también responde a lo que dispone la Segunda Directiva Comunitaria en materia de sociedades.

Cabalmente la disciplina del derecho de suscripción preferente establecida en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el RDL 1564/1989, de 22 de diciembre, modificado posteriormente en diversos puntos, motivó la demanda que contra el Reino de España interpuso la Comisión de Bruselas ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas por estimar que infringía la Segunda Directiva Comunitaria. Entre otras causas, se consideraba que la infracción se producía porque la ley española reconocía el derecho de la suscripción preferente de acciones a los titulares de obligaciones convertibles. La Sentencia de 18 de diciembre de 2008, que puso fin al proceso, estimó en efecto la infracción dado que la citada Directiva configura el derecho de suscripción preferente tan sólo en vistas de la protección del accionista –y no de los obligacionistas- y en relación con su parte de socio a fin de permitirles preservar su parte de interés en el conjunto de la sociedad una vez consumado el aumento de capital

Pese a que la Comisión Europea había extendido su demanda a otros aspectos de la regulación del tan repetido derecho en la Ley de Sociedades Anónimas, la Sentencia no la estimó, a mi juicio con todo acierto, por lo que se refería a la diferencia de trato entre los accionistas actuales y los suscriptores de las nuevas acciones emitidas a un precio inferior a su “valor razonable” como permitía para la *sociedad cotizada* el art.159 LSA, ahora perpetuado en el art. 505 de la Ley de Sociedades de Capital.

La necesidad de dar cumplimiento a la Sentencia, dio al legislador español la oportunidad de rectificar la disciplina del derecho de suscripción preferente, cosa que llevó a efecto mediante una Disposición Final de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles de 3 de abril de 2009. Pero la modificación excedió lo exigido por la Sentencia pues, además de suprimir el reconocimiento del derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles como la Sentencia imponía, redujo el ámbito de juego del derecho a los supuestos de ampliación de capital cuyo contravalor consistiera en aportaciones *dinerarias*, eliminando la posibilidad de su ejercicio en cualquier otro supuesto de aumento de capital en contra de lo que parecía permitir –no es seguro que lo hiciera aunque así se consideraba por la doctrina mayoritaria y por la jurisprudencia- el régimen anterior, que literalmente tan sólo excluía el derecho en los supuestos excepcionales que la Ley contemplaba. Esta es también la situación tras la publicación de la Ley de Sociedades de Capital cuyo artículo 304.1 ha recogido puntualmente lo que disponía el art. 158.1 LSA en su última redacción tras la repetida Sentencia.

¹ SÁNCHEZ ANDRÉS A., La sociedad anónima y el mercado, RdS, nº. 14 (2000-1), pp.13-46, especialmente p.28.

En realidad pues, la Ley de Sociedades de Capital no entraña ninguna modificación por lo que se refiere al régimen del derecho de suscripción preferente ya que respeta el contenido que desde el año 2009 recogían los arts. 158 y 159 LSA; subrayemos no obstante que las particularidades previstas para el caso de las sociedades cotizadas aparecen mejor sistematizadas en la ley actualmente vigente en la ley ahora derogada, puesto que a esta cuestión se refieren los arts. 503 a 506, ambos integrados en el Título XIV, que es el que la Ley de Sociedades de Capital destina a las sociedades anónimas cotizadas.

Precisamente porque la reducción del juego del derecho de suscripción preferente a los casos de aumento de capital con contravalor de aportaciones dinerarias se introdujo por virtud de la reforma legislativa de 2009 dando lugar a voces muy críticas que es de suponer se reproduzcan, incluso aumentadas, ante la nueva ley, merece que nos detengamos en la cuestión.

2. El presupuesto originario del derecho de suscripción preferente.

La Ley de Sociedades Anónimas de 1951 reconocía el derecho de suscripción preferente del accionista como un derecho esencial conferido en protección del interés individual del propio socio que, por lo tanto, ni podían los estatutos desconocer, ni podía derogarse por la Junta General y, menos, por los administradores. En cuanto tal el derecho cobraba completa existencia en cada caso de aumento de capital de la sociedad anónima cualquiera que fuese su contravalor y sin cuidado por cierto de que la sociedad fuese cotizada o no. Por otra parte la porción de interés del socio en la sociedad, que representa el paquete de sus acciones, y cuya proporción quiere mantenerse mediante el derecho de suscripción preferente se valoraba en nuestro derecho desde 1951, y se valora en la actualidad de acuerdo con la Ley de Sociedades de Capital, según una mera relación cuantitativa entre el valor nominal de las acciones y las cifras del capital social antes y después de su aumento. Para nada ha tenido nunca en cuenta nuestro Ordenamiento la posibilidad, que brinda por cierto la Segunda Directiva de reducir el ámbito subjetivo del derecho de suscripción preferente a los titulares de las acciones que fuesen de la misma clase que aquellas nuevas que se emitieran.

En correspondencia con todo lo dicho, ha de convenirse en el maximalismo al que respondía la letra de la Ley de 1951 y que la doctrina mayoritaria secundaba al interpretarla con el máximo rigor, sin duda con la intención de favorecer la protección de los accionistas.² Tanto era el rigor que algunos autores procuraban establecer una interpretación correctora de la literalidad de los preceptos legales a fin de atemperar su aplicación a las circunstancias que hacían verdaderamente razonable el juego del derecho de suscripción preferente³. Por otra parte, conviene subrayar que resulta dudoso

² Por todos, RUBIO J., Curso de Derecho de Sociedades Anónimas, 2ª ed. Madrid, 1967, pp. 315 y ss., especialmente p. 318.

³ Vid. GIRÓN TENA J., Derecho de Sociedades Anónimas, Valladolid, s/d pero 1952, p.492; en el mismo sentido SÁNCHEZ ANDRÉS A., El Derecho de suscripción preferente del accionista, Madrid, 1974, pp. 307 y ss. En este sentido es de señalar que el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1949 preveía la exclusión del derecho de suscripción preferente por disposición de los estatutos así como su exclusión por acuerdo de la Junta general (cfr. art.93) y el profesor GARRIGUES de hecho reducía el juego del derecho de suscripción preferente a las ampliaciones de capital con contravalor de aportaciones

que pueda considerarse preservado el valor del interés del socio cuando en todo caso sólo se mira su aspecto económico y casi crematístico –recordemos que no se respeta la conservación de la voluntad del socio de serlo en las determinadas condiciones que expresan la clase de sus acciones- y esto, reducido a la contemplación del pasado y no precisamente del futuro –advuértase que incluso el valor de los *derechos* se obtiene a partir de las reservas constituidas pero no en función de algo mucho más significativo como son las *expectativas* de productividad de los recursos propios que se allegarán en virtud del aumento del capital.

Sin embargo no puede negarse que la interpretación rigurosa de la Ley de 1951 fue la prevaleciente entre nosotros, y por eso cuando, a fines de diciembre de 1989, se publicó el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas que introdujo la posibilidad que el derecho de suscripción preferente se excluyera por la Junta General al acordar el aumento de capital según lo autorizaba la Segunda Directiva Comunitaria, se establecían también muy rigurosamente los presupuestos y requisitos en los que podía otorgarse legitimidad y validez al acuerdo de exclusión del derecho; se interpretaban con mayor rigor que el requerido por la disposición comunitaria que entonces precisamente se trasponía a nuestro derecho positivo. En efecto, la Ley de 1989 estableció de manera expresa por vez primera entre nosotros la facultad de la Junta General de accionistas de excluir el derecho de suscripción preferente al acordar el aumento del capital, pero con unas exigencias no requeridas por el texto comunitario y al mismo tiempo sin reconocerse a la Junta la facultad de delegar la posibilidad de exclusión del derecho en el órgano de la administración cuando fuese éste el llamado a acordar la ampliación en virtud del *capital autorizado*. Esta posibilidad fue admitida por reforma posterior de nuestra ley y tan sólo para las sociedades cotizadas.

Las particularidades del régimen de derecho de suscripción preferente para las sociedades cotizadas no llegan a constituir en la ley vigente una disciplina diferente de ese derecho. Por lo tanto, en cuanto a los presupuestos de su existencia y al alcance de su contenido el régimen es idéntico para las sociedades cotizadas y no cotizadas.

Como se ha señalado más arriba, a partir de la reforma de 2009 del art. 158 LSA no en todo caso de aumento de capital con emisión de nuevas acciones y con cargo a recursos ajenos cobra existencia el derecho de suscripción preferente. Tan sólo es así en los supuestos en que el contravalor del aumento de capital consista en aportaciones dinerarias. Esta disposición se ha conservado en la ley de Sociedades de Capital (cfr. art. 304.1). La reducción del juego del derecho de suscripción preferente a tal caso priva de sentido a la concreta previsión legal de que no hay lugar al derecho de suscripción preferente en los casos de aumento de capital debidos a la absorción de otra sociedad o de todo o parte del patrimonio escindido de otra sociedad o a la conversión de obligaciones en acciones (art. 304.2 LSC). Sobre todo parece desajustada la referencia al caso de conversión de obligaciones en acciones, pues en los otros dos supuestos cabría pensar que el patrimonio absorbido en cualquiera de los casos consistiera sólo en dinero; el supuesto de conversión de obligaciones en acciones sólo tiene sentido citarlo si quiere prevenirse el riesgo de que se considere que el procedimiento de aumento de

dinerarias (GARRIGUES-URÍA, Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, tomo I, 3ª ed., Madrid, 1976, pp.454 y ss.) También, DE LA CÁMARA M., Estudios de Derecho Mercantil, 2ª ed., vol. II, Madrid, 1978, pp. 113 y 121, considera conforme con la ley del 51 la derogación del derecho por la Junta general así como que las aportaciones no dinerarias no den lugar a dicho derecho.

capital por compensación de créditos –que es a lo que corresponde al caso en cuestión– supone un contravalor dinerario.

En ocasiones se ha utilizado la citada prescripción legal, contenida hoy en el artículo 304.2 de la Ley de Sociedades de Capitales pero existente ya en la legislación anterior, para señalar la incongruencia que guardaba con ella el defender que el derecho de suscripción preferente no tenía lugar en ningún supuesto de aumento de capital con aportaciones *in natura* aunque no lo expresase literalmente la ley⁴. Sin embargo ha de notarse que en la actualidad la ley sostiene sólo la existencia del derecho de suscripción preferente en los supuestos de ampliación de capital con contraprestación en dinero y a la vez se excepcionan los casos del artículo 304.2 de la ley. Porque lo cierto es que, cualquiera que sea la justificación de estas previsiones legales sobre casos concretos de exclusión legal del derecho de suscripción preferente, no se reconoce tal derecho sino en los supuestos de aumento de capital social con contravalor de aportaciones dinerarias.

La no procedencia del derecho se predica tanto para la sociedad no cotizada como para la cotizada porque no es una cuestión que se imponga por una opción de política legislativa sino por la naturaleza de las cosas. Lo demuestra que incluso con referencia a la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, que guardaba silencio acerca de la cuestión y concedía el derecho de suscripción preferente con el máximo rigor, se sostuviera que, en los casos que ahora centran nuestra atención, no procedía el derecho⁵. La misma razón se dio para los supuestos de exclusión legal del derecho en la ley de 1989⁶. En los casos previstos en el art. 304.2 de la Ley de Sociedades de Capital, así como en el caso de ampliación de capital con aportaciones no dinerarias, el aumento de capital es instrumento para la ejecución de la operación de incorporación al activo patrimonial societario de los bienes de que en cada caso se traten; es esta operación de adquisición la que se quiere por si misma de manera directa y la de ampliación de capital no se quiere sino como medio de aquella otra. En el supuesto de aportaciones no dinerarias puede decirse que no se quiere *capital* para invertirlo luego en los *bienes de capital* que sean necesarios para la actividad productiva, sino que se quieren determinados bienes directamente, siendo tan sólo asequibles a cambio de integrar a su titular en la sociedad. Ciertamente puede darse el caso de que bienes del mismo género pudieran ser aportados por los propios socios pero para ese caso, que sin duda es marginal respecto del orden regular de las situaciones, podrá acudir a los medios de impugnación de acuerdos sociales e incluso a los instrumentos represores del fraude. Por su parte, el carácter estratégico o de reestructuración financiera que representan las operaciones contempladas en el art. 304.2 de la Ley de Sociedades de Capital exime de mayores comentarios.

⁴ GARCÍA GREWE C., El derecho de suscripción preferente como problema, Madrid, 2010, p.125; HERNÁNDEZ SAINZ E., “La penúltima reforma del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas. La adecuación del derecho español a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 y otras modificaciones”, RDBB, nº 117 (2010), pp.69-114, especialmente p.84.

⁵ GARRIGUES J., ob. loc.cit. ;

⁶ SÁNCHEZ ANDRÉS A., “La acción y los derechos del accionista” en, Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles (URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA), tomo IV, vol. 1º, Madrid, 1994, pp. 197 y ss.; DE LA CUESTA J.M “El derecho de suscripción preferente de acciones en las sociedades cotizadas” en, Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, tomo I, pp. 309 y ss.

En consecuencia, si bien ahora está fuera de lugar la corriente de jurisprudencia menor e incluso del propio Tribunal Supremo⁷ contraria a vincular el derecho de suscripción preferente a los casos de aportaciones dinerarias por haberse producido sobre la base de una literalidad legal distinta a la actual, no es impertinente manifestar un parecer contrario a la procedencia de tal jurisprudencia, por supuesto a la improcedencia para el momento en que se dictó⁸. La cuestión es importante porque de no rebatirse la doctrina jurisprudencial podría inferirse que la reforma de la letra de la ley, por lo que se refiere a la exclusión del aumento de capital mediante aportaciones no dinerarias, es la determinante de que no juegue el derecho de suscripción preferente en tales casos, sometiendo el reconocimiento del derecho al más descarnado positivismo cuando, por el contrario, aunque deba aplaudirse la reforma legal por venir a taponar el camino de los devotos –aún sin saberlo– del positivismo legalista, la reforma de la ley no hace más que expresar lo que la naturaleza de las cosas demanda. Y esto es importante entre otras razones por proyectarse en el plano teórico y representar una posibilidad de avance en el análisis de las instituciones de socio y sociedad que más abajo se desarrollan. Particularmente la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2008, que se refiere a un caso en que se discute sobre el derecho de suscripción preferente en un supuesto de compensación de créditos, resulta desacertada e inconducente a los fines de justificar la procedencia del derecho en ese caso. Desacertada, porque técnicamente es más que dudoso que, con la solución que la sentencia apunta, pueda seguir hablándose de una “compensación de créditos” en el sentido que tiene la operación en sede de aumento de capital de una sociedad anónima; inconducente, porque, una vez que se admite, como hace la sentencia de referencia, que en tal operación cabe considerar que se integran otras entre socios y terceros como es el caso de la cesión o venta de los créditos por ejemplo, ya se está traspasando el límite de lo que al derecho societario importa y en ese sentido es posible hipotizar cualquier operación con resultado práctico idéntico partiendo de la correcta postura de negar la procedencia del derecho de suscripción procedente para los casos de aumento de capital por compensación de créditos.

3. La diferenciación respecto del derecho de suscripción preferente por el carácter de sociedad cotizada.

Es frecuente que la doctrina aluda al hecho de que la sociedad cotee en Bolsa para justificar la necesidad de flexibilizar la disciplina legal del derecho de suscripción preferente. En efecto, suele atenderse a esa condición desde un doble punto de vista. Por un lado, por suponer que las sociedades cotizadas tienen unas necesidades financieras distintas a las que no lo son; por otro, por el distinto grado de integración del socio en las sociedades cotizadas y no cotizadas.

Pues bien, es francamente dudoso que sea productivo contemplar la cuestión del régimen del derecho de suscripción preferente tanto desde uno como desde otro punto de vista. Por lo pronto, en el epígrafe anterior ha quedado esclarecido que la condición de la sociedad no es determinante del presupuesto que origina el derecho de suscripción preferente. Por otro lado, y situados, ya por definición, en el ámbito de las ampliaciones

⁷ STS de 23 de mayo de 2008.

⁸ HERNÁNDEZ SÁIZ, E., ob. cit., p.86.

de capital con contravalor de aportaciones dinerarias, tampoco parece deben marcarse diferencias entre las sociedades cotizadas y no cotizadas para que opere la facultad de la Junta General de excluir el derecho en esos casos. La indiferencia queda reflejada en la Segunda Directiva Comunitaria. Sin embargo nuestra Ley de Sociedades Anónimas, que inicialmente limitaba la potestad de excluir el derecho de suscripción preferente a la Junta General, por reforma del año 1998 extendió la facultad derogatoria al órgano de la administración siempre que se tratase de sociedades cotizadas y el órgano administrativo actuase mediante la fórmula de *capital autorizado*; esto es, siempre que existiera delegación de la Junta en dicho órgano para aumentar el capital a cuya delegación debería expresamente añadirse también la de la facultad de excluir ese derecho. La situación se mantiene idéntica a tenor de lo establecido en la Ley de Sociedades de Capital, como pone de manifiesto su art. 506.

Si se analizan los arts. 308 de la Ley de Sociedades de Capital, relativo al presupuesto y requisitos para que la Junta general pueda derogar el derecho de suscripción preferente en toda clase de sociedades, y los arts. 505 y 506 de la misma ley, relativos a la exclusión de ese derecho por acuerdo orgánico en las sociedades cotizadas, se advierten diferencias, pero que no afectan al derecho de suscripción en sí sino al régimen de las garantías que deben adoptarse a favor de los accionistas cuyo derecho de suscripción será excluido.

Por otra parte, los arts. 305 y 503 de la Ley de Sociedades de Capital manifiestan una diferencia del régimen del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas y no cotizadas. En el primer caso (art. 503) se marca como plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción por los accionistas el de quince días a partir de la publicación del anuncio de oferta de la suscripción de nuevas acciones en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, mientras que para las sociedades no cotizadas ese plazo no podrá ser inferior a un mes (art.305).

Queda pues claro que las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas se señalan en relación con el régimen del derecho y de su derogación por un órgano de la sociedad, pero no por lo que se refiere a los supuestos que dan origen al derecho de suscripción preferente. En un punto que considero de interés subrayar también coincide el régimen del derecho en el caso de las sociedades cotizadas y no cotizadas. Se trata de que la Ley de Sociedades de Capital guarda silencio sobre la “segunda vuelta” o agotamiento del derecho de suscripción preferente⁹. Como en otro momento he sostenido¹⁰ el silencio de la ley no ha de tomarse como obstáculo a que los estatutos de la sociedad establezcan vueltas sucesivas entre los accionistas antes de pasar a ofrecer las acciones residuales a terceros, pero hoy me veo precisado a rectificar mi afirmación en el sentido de que no considero viable la incorporación de cláusulas de este tipo en el caso de las sociedades bursátiles por razones de oportunidad temporal. De estar en lo cierto se marcaría una diferencia en este punto en el régimen del derecho de suscripción preferente según se tratase de sociedades cotizadas o no. Pero no estamos interesados en las diferencias de régimen y procede, por lo tanto, pasar ahora analizar el significado de la identidad de tratamiento del derecho tanto para las sociedades cotizadas como para

⁹ Si se prevé la segunda vuelta para las sociedades limitadas siguiendo el criterio que establecía su ley reguladora.

¹⁰ DE LA CUESTA J. M., “El aumento y la reducción del capital social”, la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas (ROJO, dir.), Madrid, 1987, pp. 173-223.(especialmente p.194)

las que no lo son. Repitamos que desde ninguna de las dos perspectivas señaladas antes, esto es, las necesidades financieras y las particularidades de la integración del accionista como socio, viene aconsejada una mayor flexibilidad jurídica respecto del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas. La flexibilidad es conveniente en todo caso y por consiguiente tanto para las sociedades cotizadas como para las que no lo son.

Tienen razón los autores¹¹ que en trance de oponerse a las reformas que transitan hacia la limitación máxima o incluso supresión del derecho de suscripción preferente en el caso de las sociedades cotizadas por razones financieras aducen que son mayores esas necesidades para las sociedades cerradas y mayores las dificultades para financiarse para cualquier sociedad no bursátil. Comparto esta apreciación si bien no participo de la convicción de que el derecho de suscripción preferente es un ingrediente esencial constitutivo de la posición de socio de una sociedad anónima, entendida esa posición como conjunto de derechos; por lo tanto si me adhiero a la pertinencia de la unidad de régimen del derecho en razón de las dificultades y necesidades financieras, no considero por ello que ese derecho sea de esencia a la posición de socio de cualquier sociedad anónima. Lo que sí parece congruente con la condición de sociedad cotizada es acompañar los parámetros relativos al ejercicio del derecho de suscripción preferente al aprovechamiento de las oportunidades que el mercado proporciona. En este sentido está justificada la posibilidad de que por la vía del capital autorizado los administradores puedan excluir el derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas según dispone el artículo 505 de la Ley de Sociedades de Capital así como que en el caso de esas sociedades se recorte el plazo del ejercicio del derecho según hemos visto establece el artículo 503 de la misma Ley. De todas formas, no deja de resultar aventurado, en este como en todos los demás casos que tienen que ver con el Derecho, establecer un juicio apodíctico acerca de cosas como la mayor o menor necesidad o facilidad financiera de tales o cuales tipos de sociedad. Desde distintos puntos de vista puede resultar en unos casos más sencillo financiarse acudiendo al mercado de capitales como en otros puede resultar más favorable no acudir a ese mercado. De ahí que resulte aventurado formular un juicio general y perdurable, *a priori* sobre el particular. Este modo de proceder, desgraciadamente tan frecuente hoy día por parte del poder legislativo y del poder ejecutivo al establecer las normas legales o reglamentarias *lato sensu*, son fruto de una pretensión, por supuesto, vana de poseer una omnisciencia sobre cualquier materia de la realidad y sobre cualquier momento temporal en que ella pueda ser contemplada. Por todo ello, insisto, en que la diferencia en cuanto al régimen de suscripción preferente entre sociedades cotizadas y las que no lo son están justificadas cuando son acordes tan sólo a lo que está en la entraña misma de una sociedad cotizada, que es tener la posibilidad de acudir para financiarse al mercado de capitales. Serían incongruentes las normas que dejaran de tener en consideración esa circunstancia; pero nótese que la misma está por completo al margen de la mayor facilidad o dificultad que en un momento histórico preciso pueda encontrarse la sociedad para obtener la financiación deseada. Las normas congruentes con el carácter cotizado de la sociedad no serán precisamente consistentes con el de las sociedades no cotizadas.

¹¹ SÁNCHEZ ANDRÉS A., La sociedad anónima... cit., p. 31.

Por otra parte, tienen razón los autores¹² que se detienen a observar el distinto grado de integración del socio en las sociedades cotizadas que, sin duda, es menor en cierto sentido que en las no cotizadas. Parecería que la menor integración propendería a que el socio no tuviera en las sociedades cotizadas un aprecio significativo por el derecho de suscripción preferente debilitándose de esta manera la exigencia de su pertenencia al haz de derechos de socio. De ser así, una limitación al derecho de suscripción preferente o incluso su negación total sería congruente con el significado general de una sociedad cotizada. Aún cuando indudablemente la integración del socio en una sociedad anónima se modula según los caracteres de la propia sociedad, debe notarse que dicha modulación no se traduce en una alternativa radical y extrema según sea cotizada o no la sociedad. Porque tampoco es idéntica la integración del socio en una sociedad abierta, aunque no bursátil, que en una cerrada, ni deja de tener influencia en la integración de que tratamos el volumen del capital y el número de socios. Vistas así las cosas, se aprecia que al hablar de la integración del socio se alude a un conjunto de apreciaciones psicológicas que necesariamente son inaprensibles e inevaluables por el Derecho. En consecuencia la integración del socio debemos entenderla con referencia a los datos esenciales de la relación jurídica de sociedad y de los principios configuradores del tipo sociedad anónima así como, en su caso, de que la sociedad tenga abiertos los cauces de recurso al mercado secundario oficial que representa la Bolsa.

Es incontrovertible que en relación con las sociedades cotizadas la inmensa mayoría de las acciones constitutivas del *free float* se encuentra en manos o llegan a las manos de las que las han adquirido o las adquieren pura y simplemente como un *activo financiero* de entre los muchos que se le ofrecen para la inversión de sus ahorros a efectos de hacerlos productivos por los réditos que retornan precisamente al ser aplicados en *bienes de capital* en los procesos de la producción de bienes y servicios que constituyen el objeto social. No se está negando que por medio de la adquisición de acciones accedan a su titularidad quienes se propongan deliberadamente participar en la gestión de la sociedad, pero con independencia de que los portadores de esa actitud encauzan su conducta por las vías del “mercado de empresas” o “del control”, aquí nos interesa la mayoría a cuyos componentes podemos denominar inversionistas y que habitualmente son conocidos como socios *minoritarios*, dignos de especial consideración en nuestro caso por razones obvias. El calificativo de minoritarios no tiene sentido por referencia a la porción cuantitativa de interés que representa el paquete de las acciones del socio en relación con la cifra del capital social. Y no tiene ese sentido porque, por lo general, en una sociedad cotizada, el gran número de socios, su dispersión, y la elevada cifra del capital social llevarían a tener que considerar minoritarios a la totalidad de los socios. Esta condición, pues, tiene como referencia la participación en la gestión social que, como es sabido, se denomina habitualmente “control”. El socio minoritario es un socio ajeno al control. Por regla general mantienen un desinterés por la marcha de la vida social, como pone de manifiesto el tan conocido como generalizado fenómeno del absentismo de los accionistas respecto de las Juntas Generales. Los remedios que intentan ponerse mediante la validación del voto electrónico o mediante la multiplicación de las obligaciones de las sociedades de informar, también incluso por medios electrónicos, están muy lejos de producir resultados y parece que no puede ponerse excesiva confianza en que gracias a tales medios se alteren los hábitos de conducta. Por esta razón, me parece manifestación de un voluntarismo por completo

¹² Por todos, GARCÍA DE ENTERRÍA J., Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente. Una consideración económica. Madrid. 2003.

estéril la apuesta por mejorar los artilugios destinados al cambio de las actitudes de los accionistas inversores tanto como me parece también plenamente voluntarista negarse a reconocer la realidad tal como es y empeñarse en diseñar normas jurídicas desconectadas de ella y que, por lo tanto, configuran regímenes jurídicos emanados tan sólo de un *wishful thinking*. El desinterés del socio minoritario por la marcha de la vida social es manifestación de su condición de ahorrador que desea invertir sus ahorros en activos financieros. Pero, esto sí, no en cualquier activo financiero, sino precisamente en acciones, que, en su desnuda consideración de toda otra cosa que no sea su productividad, constituyen activos de renta variable; es decir que con el acto de su inversión el inversor está haciendo manifestación de su voluntad inequívoca de aceptar el alea empresarial inherente a la actividad constitutiva del objeto de la sociedad cuyas acciones adquiere. Adviértase, pues que, contra lo que pudiera pensarse, el absentismo del socio minoritario no es consecuencia de una frustración por la inoperancia de su efectiva participación como miembro activo de la Junta General. En la inmensa mayoría de los casos, y el derecho debe atender a las conductas regulares, el socio minoritario al adquirir esta condición no sustenta ninguna expectativa de efectiva participación en la gestión de la sociedad, por lo tanto difícilmente puede verla frustrada. Todo lo anterior me lleva a concluir que, ni por razones de índole financiero ni por razones del menor grado de integración del socio en la sociedad, merece el derecho de suscripción preferente de acciones en las sociedades cotizadas un tratamiento por lo que se refiere a su concepción y reconocimiento distinto del que se ajusta a las sociedades no cotizadas.

Cosa distinta sucede, como se ha visto, en relación con determinadas particularidades relativas al ejercicio del derecho en el caso de las sociedades cotizadas.

4. El derecho de suscripción preferente, ¿derecho esencial y mínimo del accionista?

Una vez sentado que no existen diferencias en relación con el carácter y procedencia del derecho de suscripción preferente ya se trate de sociedades cotizadas o no cotizadas, estamos en condiciones de afrontar el punto crucial en el análisis de ese derecho. Su esencial función, se dice, es la de proteger a los socios frente a la dilución del valor de su porción de interés en la compañía.

Expresada la cuestión en términos tan generales, no puede sino aceptarse el carácter esencial del derecho. Incluso esta aceptación debiera producirse por el sector de los partidarios de la doctrina de los “property rights”, puesto que el derecho de suscripción preferente se erige en protector del “derecho de propiedad” del socio. Este modo de ver las cosas se corresponde con un reconocimiento riguroso del derecho en los términos que, según pensaba la doctrina dominante, hacía la Ley de Sociedades Anónimas de 1951. E incluso asimismo se defendía por los autores que, con referencia a la ley del 89, sostenían que el derecho de suscripción preferente operaba en todo aumento de capital social, cualesquiera fueran las aportaciones dadas como contravalor, salvo en los tres supuestos expresamente mencionados en la ley. Fuera de estos casos incluso se miraba con sospecha la facultad de excluir el derecho por la Junta General, interpretándose en consecuencia de la manera más estricta y restrictiva posible las condiciones que la ley imponía para dotar de legitimidad y validez al acuerdo de la Junta derogatorio del derecho.

Es de notar que también para el sector de doctrina que, con mejor fundamento, excluía del juego del derecho de suscripción preferente todo supuesto de aumento de capital

con contravalor de aportaciones no dinerarias, no representaba sin embargo este reduccionismo del presupuesto de la existencia del derecho ningún obstáculo para defender la tesis maximalista de mayor rigor en el tratamiento del derecho en el caso de su existencia¹³.

Sin duda que la necesidad de reconocer, por imponerlo así la ley, que en ciertos casos la Junta General pudiera derogar el derecho de suscripción preferente condujo el debate acerca de ese derecho al terreno del conflicto de intereses entre el de la sociedad y el individual del socio, y de ahí derechamente a lo que no es sino el elemento conceptual de ese conflicto; a saber, si la sociedad anónima responde a una concepción contractualista o a una concepción institucionalista¹⁴.

En efecto, si la Junta general puede denegar en ciertos casos el derecho de suscripción preferente, ello ha de fundarse como expresamente establece la ley (cfr.art.308 Ley de Sociedades de Capital) en beneficio del “interés social”; el interés “individual” del socio se posterga en favor de aquel. Si además puede considerarse justificada en el orden material tal postergación, ello sólo puede deberse a que por encima de la visión de la sociedad como un contrato se sitúa la de ser el fruto creado o generado por el contrato pero que, en cuanto ente nuevo, se instala en la realidad como una institución en sí misma, a la que, por lo tanto, habrán de ordenarse las actitudes de quienes la hayan puesto en la existencia. La consideración de la sociedad como institución queda todavía más clara en el supuesto de la sociedad cotizada. Su vocación a acudir al ahorro público aconseja su sometimiento a un control externo ajeno al derecho de sociedades, como es el control proveniente del órgano supervisor del mercado de capitales, que actúa en protección del interés en el buen funcionamiento en ese mercado y, por lo tanto, en protección de los inversores, concepto éste de inversor que también, como se ha visto anteriormente, conviene a los accionistas minoritarios.

No pongo en duda la corrección del pensamiento de quienes defienden posturas que responden con mayor o menor fidelidad al hilo argumental que acaba de exponerse. Pero sí me permito llamar la atención a que acaso la premisa inicial no resulte del todo correcta.

Tanto de la sociedad anónima cotizada como de la no cotizada se ha de predicar inexcusablemente su carácter contractual. La sociedad en todo caso debe su existencia a

¹³ Es paradigmática en este punto la posición de SÁNCHEZ ANDRÉS en toda su producción relativa a las sucesivas reformas del régimen de suscripción preferente en la Ley de Sociedades Anónimas.

¹⁴ Conviene llamar la atención en este punto de que, pese a su enunciado, la *teoría contractual de la empresa* exponente del “Law & Economics”, no expresa precisamente la concepción contractualista de la sociedad, sino más bien al contrario es expresiva de la tesis institucionalista por paradójico que ello pueda parecer. La teoría contractual de la empresa se sustenta sobre la noción de intereses contrapuestos que son conjuntados gracias a los contratos entre los distintos grupos de interesados cuyo conjunto es constitutivo de la empresa.

Ésta reproduce en su seno por lo tanto relaciones de mercado que al componerse segrega del propio mercado recursos y factores productivos hurtando de este modo a los procesos del mercado las decisiones acerca de la operatividad de aquellos recursos y factores. Puede decirse entonces que la empresa así concebida adquiere un perfil institucional en cuanto que acota, y por cierto con carácter monopolístico, un sector de los mercados de bienes y servicios. Nada que ver pues semejante teoría con la concepción contractualista de la sociedad.

un contrato; más todavía, es o consiste en un contrato, precisamente el contrato de sociedad. Contrato que origina una relación jurídica duradera por su propia naturaleza que provoca que la sociedad se mantenga a lo largo del tiempo. A mi modo de ver, muchos equívocos se ahorrarían seguramente si no se calificara de “organización” el contrato de sociedad como suele ser habitual. La organización, más o menos estructurada, que pueda derivar del contrato según el tipo social definido en él, es algo por completo instrumental y secundario respecto del vínculo societario que generado en el acto de perfección del contrato se mantiene vivo por todo el tiempo de su duración. Esto es lo propio de todo contrato. El vínculo societario se inserta en el campo vital de la cooperación entre los hombres, como muy bien nos enseñara Capograssi, y, por lo tanto, sirve para dar consistencia al proyecto de vida de los propio sujetos que son parte en el contrato y que no podrán verlo cumplido sino en cooperación con las otras partes que coinciden en el mismo proyecto y por eso llevan a cabo la conclusión de un contrato de sociedad. No es este el momento de explayarnos en desarrollar el fecundo pensamiento que da cuenta del acotamiento o parcelación que aísla el trozo de vida que se pone a contribución del proyecto del resto de la vida de todo el que se asocia para llevarlo a cabo; pero aunque no sea el momento de explayarse sí conviene señalar que el derecho estructura el trozo de vida puesto en común sobre la base de la autonomía de la voluntad, pero también en vista de las necesidades de seguridad y de certeza que vienen exigidas en defensa de terceros según precisamente el tipo social por el que los asociados hayan optado. En relación con esta protección de terceros se organiza la sociedad como ente, que, a su vez, sirve también de instrumento para establecer los cauces de expresión de la voluntad unitaria del común de los socios y que es necesaria para adoptar las decisiones, acordes a la voluntad de éstos, respecto de los acontecimientos cambiantes del proceso temporal en que se desenvuelve el contrato de sociedad. Porque ese mismo vínculo contractual es lo que se mantiene perdurable a lo largo del tiempo de duración de la sociedad, es decir, del contrato, al que se mantiene adherido el socio.

En el contrato de sociedad, como por cierto en cualquier otro contrato, no está por un lado el vínculo obligacional que da origen al contrato y por otro la relación contractual; la relación contractual es el propio contrato y por tanto los propios vínculos a lo largo del tiempo. Al considerar el tiempo, conviene advertir que rechazamos el llamado “tiempo newtoniano”, que hace referencia más bien al espacio, para adherirnos al llamado “tiempo real”, que sustenta una continuidad *dinámica* y no espacial y que es algo más que un instante matemático porque cuenta con la *memoria* y la *expectativa*. No hay que decir que el “tiempo real” es el tiempo humano mientras que el “tiempo newtoniano” no es más que una trasposición matemática del tiempo.¹⁵

En las coordenadas del “tiempo real”, que es en la que ha de ser ponderada toda acción humana pero especialmente en el terreno normativo, esto es en el campo del Derecho, no es posible contraponer el interés individual del socio al interés de la sociedad. El interés de la sociedad no puede ser más que el *interés individual del socio en sociedad*; es decir, es el interés en el desarrollo del proyecto común del que la sociedad como ente es instrumento y que, a su vez, no es más que un proyecto propio del socio. A esta luz hay que ver la protección del “derecho de propiedad” del socio. Ese derecho no puede resultar congelado de una vez por todas puesto que el “derecho de propiedad” entendido

¹⁵ O'DRISCOLL, Jr. G.- RIZZO M., La economía del tiempo y de la ignorancia, Madrid, 2009, pp. 93-111.

debidamente supone el derecho a ver cumplidas las expectativas en todo momento de evolución dinámica del proyecto y en este sentido ya anticipo que la conservación a ultranza del derecho de suscripción preferente puede precisamente volverse en contra de la preservación del “derecho de propiedad” del socio o, si se quiere, de su porción de interés en la sociedad. Frente lo que se ha podido pensar sobre que la flexibilización del derecho de suscripción preferente no se compadece con la doctrina de los “property rights”¹⁶, hay que decir que resulta plenamente congruente con ella siempre que la propiedad del socio o su porción de interés se considere dinámicamente, como, por otra parte, debe ser considerada toda propiedad en obsequio de la *eficiencia dinámica* a que responde verdaderamente el principio económico de eficiencia según nos ha enseñado, a mi modo de ver de manera irrefutable, el profesor Huerta de Soto. Desde este punto de vista, la conservación de la porción de interés del socio en la permanente expresión de su valor es exponente de la errónea consideración del principio de *eficiencia estática*, sustentado en el no menos erróneo concepto de equilibrio paretiano, ambos acordes por cierto con la consideración newtoniana e irreal del tiempo, que es la que subyace a la concepción neoclásica de la economía que tan errónea se muestra en el orden intelectual y tan infructuosa ha sido en la realidad en muchos aspectos.

Las anteriores consideraciones son aplicables tanto en el caso de las sociedades cotizadas como en el de las no cotizadas. Como se ha visto en el epígrafe anterior, el hecho de una mayor o menor integración del socio en la vida social no modifica sustancialmente la condición de socio de una sociedad anónima y, por lo tanto, su vinculación por todo el tiempo de duración del contrato en los términos que nos son conocidos. Por atendible que resulte su condición de inversor desde el punto de vista del funcionamiento del mercado de capitales, desde el punto de vista del derecho societario, el accionista *minoritario* es socio de una sociedad anónima de la misma manera y con el mismo alcance que lo es cualquier otro vinculado por el contrato de sociedad. Su perfil de socio lo adquiere con su libre acción de compra o adquisición de las acciones de una sociedad anónima, su decisión de invertir su ahorro se traduce en hacerlo precisamente en el activo financiero que constituye una acción de una sociedad anónima. Por lo tanto, su voluntad contractual consiste en someter y mantener sometida su aportación económica al dinamismo de la vida económica. Es indiscutible que a estos efectos no le es indiferente como se desarrolle la gestión social porque de ella dependerá la rentabilidad de su inversión, incluido muy especialmente el cómputo del valor en venta de sus acciones. Pero si bien se mira, estas consecuencias respecto del propio interés del socio en la marcha de la vida social no son distintas en el caso de las sociedades cotizadas y no cotizadas y tanto en uno como en otro caso es una realidad que no debe discutirse ni debe olvidarse el absentismo de los minoritarios. Pero las consecuencias negativas que puedan seguirse del absentismo no se resuelven ni se palian mediante el reconocimiento del derecho de suscripción preferente. En todo caso procede establecer los mecanismos de depuración de las responsabilidades de los encargados de la administración de la sociedad que no ordenen su gestión según los principios de la eficiencia dinámica porque, no se olvide que en ello reside el interés social.

Vistas así las cosas, en modo alguno se puede establecer un conflicto de intereses entre el interés social y el interés del socio porque, mientras es socio, siempre su interés individual en relación con el trozo de realidad que ha puesto en común es cabalmente obtener la mayor satisfacción del interés social que no deja de ser el mismo interés suyo

¹⁶ Véase supra. nota 1.

junto al de los demás y que sólo puede satisfacerse mediante la cooperación que la sociedad significa. El interés social no es el interés de alguien distinto al mismo socio luego no es correcta la disyuntiva o derecho de suscripción preferente o mayor control de la gestión social; el derecho de suscripción preferente puede en atención a las circunstancias del caso constituirse en rémora para alcanzar la satisfacción del interés social. Y ello es así tanto se mire directamente a la vertiente económica como a la político administrativa de la relación de sociedad, pues si puede interesar por razones de aquella índole que se realicen aportaciones bien que los socios no pueden efectuar bien que es preferible efectúen terceros a la sociedad, también ha de considerarse que el derecho de suscripción preferente, rígidamente entendido, dificulta, si no imposibilita, el cambio del control social, favoreciendo la perpetuación de las oligarquías que no es precisamente lo más beneficioso para los socios minoritarios, esto es, ajenos al control. En este sentido, un análisis profundo del derecho de suscripción preferente debe llevar a pensar si su exigencia a ultranza no constituye precisamente un elemento disolvente del espíritu cooperativo que subyace a toda sociedad; es decir, si no resulta contradictorio con la relación contractual. En consecuencia es de aplaudir que la ley otorgue al órgano que acuerde el aumento de capital con aportaciones dinerarias la facultad de derogar el derecho de suscripción preferente, si bien debe aplaudirse que sean más rigurosos los requisitos de validez del acuerdo para cuando el aumento puede adoptarlo el órgano de la administración (cfr. arts. 308, 505 y 506, Ley de Sociedades de Capital).

De acuerdo con todo lo anterior, se comprende también el acierto de la ley al hacer girar la facultad derogatoria del Derecho sobre el interés social. Porque es obvio que, de la misma manera que no hay motivos para afirmar que la defensa de la porción de interés del socio exige siempre el derecho de suscripción preferente, tampoco puede sentarse con carácter general la conclusión contraria de que el derecho de suscripción preferente no debe reconocerse nunca por constituir un obstáculo precisamente a la preservación de la porción de interés. El principio de eficiencia dinámica que está asociado a todo contrato de sociedad que tenga un fin lucrativo será determinante para comprender que el derecho de suscripción preferente en unos casos protege ciertamente el derecho de propiedad del socio pero en otros lo compromete. Cuándo conviene reconocerlo y en qué otros casos conviene prescindir de él corresponde determinarlo a la voluntad social que necesariamente se expresa por mayoría en la Junta General¹⁷. La legitimidad del acuerdo contrario al derecho de suscripción preferente ha de sustentarse en la promoción del interés social. Como en otro lugar he sostenido¹⁸ la promoción del interés social implica que no debe acordarse la derogación del derecho en los casos en que hacerlo fuese irrelevante, no digamos ya contrario, al interés social. Adviértase que con esta puntualización no se considera necesario que la derogación del derecho de suscripción preferente venga “exigido” por el interés social si damos a la exigencia un carácter de necesidad absoluta,¹⁹ puesto que bastará que el acuerdo sea consistente con el interés social y proporcionado al fin perseguido. También debe notarse que con esto no se redunda en algo que ya se produciría por virtud de la impugnación del acuerdo

¹⁷ Adviértase que siempre la decisión de derogar el derecho de suscripción preferente se conecta a la voluntad social, pues sólo de la Junta general depende también que pueda derogarse el derecho por el órgano de la administración

¹⁸ DE LA CUESTA J.M., El derecho de suscripción preferente, cit., pp. 326-329.

¹⁹ Por todos, vid. ALONSO LEDESMA C., La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas, Madrid, 1995, *passim*.

social que fuese contrario al interés social, que es supuesto de impugnación de cualquier acuerdo y que está previsto con carácter general en la ley (art.204 LSC). No se da redundancia puesto que en nuestro caso el acuerdo sería vulnerable por su nulidad por contrario a la ley precisamente por no ser favorable al interés social, no necesariamente contrario, y sin tener que considerar que además redundara en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros. No hay que decir que este supuesto típico de impugnación queda incólume.

5. Colofón.

Puesto que con este trabajo se trataba de desarrollar algunos rasgos del derecho de suscripción preferente y básicamente tomando como punto de partida la sentencia del Tribunal de las Comunidades Europeas de 18 de diciembre de 2008, sin descuidar tampoco el cambio legislativo operado por la publicación en julio pasado de la Ley de Sociedades de Capital, parece cubierto el objetivo con lo que hasta aquí se ha tratado. Porque tanto la sentencia sobre la que se han alzado voces críticas²⁰ como la Ley de Sociedades de Capital han dejado incólumes las normas destinadas a establecer los requisitos formales de los acuerdos de supresión del derecho así como la cuantía y garantías de la determinación del tipo de emisión de las nuevas acciones; cuestiones estas de las que tuve ocasión de ocuparme en otro lugar de modo que me ratifico en lo allí dicho²¹.

Madrid, 11 de octubre de 2010.

²⁰ GARCÍA GREWE C., ob. cit.; TAPIA HERMIDA A., “La supresión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas y una cuestionable modificación legal (comentario a la sentencia al Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, Sala Primera, de 18 de diciembre de 2008, asunto C-338/06, Comisión de las Comunidades contra el Reino de España)”, RdS, nº 33 (2009-2) pp. 237 y ss. ; HERNÁNDEZ SAINZ E., ob. cit. *passim*.

²¹ DE LA CUESTA J. M., El derecho de suscripción preferente, cit., pp. 329-340.